

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620081152144

UDC _____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

汇率预期影响下 A、H 股价格差异
影响因素研究

Research on Factors Affecting A、H share Price Difference
under the Perspective of Exchange Rate Expectation

刘 佳

指导教师姓名 : 李晓峰 教授

专 业 名 称 : 国 际 金 融 学

论文提交日期 : 2011 年 4 月

论文答辩日期 : 2011 年 5 月

学位授予日期 : 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

中国双重上市公司 A、H 股价差现象一直是国内外学者热议的课题，很多学者从不同的角度对这个现象进行了广泛深入的研究。推动 A、H 股价差减小是有深远意义的，一方面，实现 A、H 股价格趋近是推动交叉上市的关键所在；另一方面，研究 A 股溢价有助投资者投资策略的优化，避免凭借 A 股溢价越大推断投资价值越大的错误，重塑价值投资理念，有助于进行理性投资。

本文首先总结梳理了前人的研究，并进一步探讨这一领域的研究方向。总结发现，前期大多数学者都是基于市场分割理论基础上从微观层面对 A、H 股价差现象进行的分析，而从宏观层面对此问题进行的探讨较少，然而随着我国资本市场开放程度的加深，A、H 两市场的分割程度在逐渐变小，因此本文认为从宏观层面研究 A、H 股价差的影响因素是有必要的。进一步总结发现已有少数学者提出汇率预期因素是影响双重上市公司 A、H 股价差的宏观因素之一，但对于该问题的研究并未深入，且考虑到随着近年来中国市场环境的改变，这一因素的影响程度和方向也必将随之发生改变，因此，本文认为有必要结合新的市场环境，对汇率预期因素与 A、H 股价差的关系这一命题进行深入研究。

本文首先在前人的研究基础上，通过引入 IICAPM 模型，对汇率预期因素是否影响 A、H 股价差这一命题的理论分析进行了补充。其次，本文进一步引入 NDF 汇率这一变量，通过实证研究来对汇率预期如何影响 A、H 股价差问题进行探讨。实证分析中，首先通过面板 VAR 方法，详细考查了汇率预期对 A 股溢价率的影响程度，并结合滚动回归方法，对汇率预期因素的影响程度的变化趋势进行了考查，结果支持了前文得出的结论，即汇率预期因素的确将对 A、H 股价差变动产生影响，而且这一因素的影响程度在近年来呈上升趋势；接着，本文又将微观层面的经典影响因素与汇率预期因素相结合，建立面板数据模型，全面考查了汇率预期如何影响 A、H 股价差，研究得出 NDF 汇率与 A 股溢价率呈显著负相关的结论，即随着人民币贬值预期的增强，A、H 股价差将减小。

最后，本文在前文的研究基础上，结合中国的现实情况提出了政策建议。

关键词：双重上市；A 股溢价率；汇率预期

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

To discuss A、H price difference of Chinese double listed companies is a popular issue among foreign scholars. Some of them did researches from different perspectives. However, to achieve prices of Stock A and H on the same trend is meaningful to China. On supervisors' side, it promotes the healthy development of double listing. On investors' side, to research premium of Stock A helps them to optimize the strategy of investment in order to avoid the misunderstanding that higher premium stock has the bigger investment value, and helps them to rebuild the concept of investment in their mind back to be reasonable.

To review literatures, it found a common point that most researchers chose to measure the differentiation of pricing between Stock A and H based on segmented markets theory from microcosmic aspect. However, according to special Chinese situation which including Chinese market gradually opening or degree of segmentation of Chinese market is weak, this article reveals that based on the common research method mentioned above, it is valuable to combine with discussion of macrocosmic factors. Furthermore, few of them rise the point that one important macrocosmic factor is exchange rate expectation, but did not have a deeper research. In terms of big changing in the late years of Chinese market, the influence of the factors becomes more complex. Therefore, the paper will choose a new perspective to analyze affection from exchange rate expectation to price differentiation issue between Stock A and H by considering big changes in new market.

This paper applied IICAPM model to further discuss whether exchange rate expectation impact the price differentiation between Share A and H. NDF exchange rate as a new factor applied in model. The first step of the analysis process used VAR method to analyze the degree of influence between exchange rate expectation and pricing premium of Share A. after regression examining, the result supported conclusion of the first step. That is, it confirmed that the exchange rate expectation impact the price differentiation between Share A and H and the trend of impact go up. The second step, by also considering microcosmic factors, the model fully checked

the impact. The result showed NDF exchange rate has negative relationship to price premium of Share A. It means the stronger RMB depreciation expectation, the smaller difference of price between Share A and H.

At last, some political suggestions will be brought up based on research of this paper by considering the special situation of Chinese market.

Key words: Cross-listing; A shares Premiums; Exchange Rate Expectations

目 录

导 论.....	1
一、研究背景和选题意义.....	1
二、研究思路、框架和方法.....	4
(一) 研究思路和框架.....	4
(二) 研究方法.....	7
三、研究创新及不足.....	7
(一) 本文可能的贡献.....	7
(二) 不足之处.....	8
第一章 文献综述	9
第一节 国外对市场分割下股票价格差异的解释.....	9
第二节 国内外对我国不同市场股票价格差异研究的文献综述	12
第三节 不同市场股票价格差异研究中涉及汇率因素的文献综述	16
第二章 双重上市公司 A、H 股价格差异问题的理论分析.....	18
第一节 双重上市公司价格差异状况概述.....	18
第二节 中国双重上市公司 A、H 股价差经典影响因素的分析	22
一、信息不对称.....	22
二、需求价格弹性差异.....	25
三、流动性差异.....	26
四、风险偏好差异.....	27
第三节 汇率预期因素对双重上市公司 A、H 股价差的影响	28
一、前人的研究观点.....	29
二、本文的补充研究.....	29
第三章 双重上市公司 A、H 股价格差异问题的实证研究.....	34
第一节 样本选择及数据来源	34
一、样本选取.....	34

二、数据来源.....	35
第二节 面板数据模型设计.....	36
一、选取的相应实证变量说明.....	36
二、建立模型.....	41
第三节 样本股票价格差异描述统计与实证检验.....	41
一、样本公司股票价格差异描述性统计分析.....	42
二、实证检验.....	45
第四章 结论及建议.....	52
第一节 研究结论.....	52
一、汇率预期因素对 A、H 股价差变动有不可忽视的影响.....	52
二、市场分割程度仍对 A、H 股价差产生影响.....	53
第二节 政策建议.....	54
一、管理人民币升值预期.....	54
二、进一步降低市场分割程度.....	56
结语.....	58
参考文献:.....	59
致 谢.....	64

Contents

Introduction.....	1
1. Background and Significance	1
2. Research structure and methods	4
3. Innovations and shortcomings	7
Chapter1. Literature Review	9
Section1. Foreign explanation for stock price difference under market segmentation	9
Section2. Foreign and domestic literature review on share price difference between different markets in China	12
Section3. Literature review on researches over the impact of exchange rate expectation on stock price difference	16
Chapter2. Theoretical analysis on A、H share price difference	18
Section1. Summary of the price difference for dual-listed companies.....	18
Section2. Traditional analysis on factors impacting A、H price difference.	22
Section3. Impact of exchange rate expectation	28
Chapter3. Empirical studies on A、H share price difference	34
Section1: Sample selection and data source	34
Section2: Buildup of panel data model	36
Section3: Descriptive statistics and empirical studies	41
Chapter4: Conclusions and suggestions	52
Section1. Research conclusions.....	52
Section2. Policy suggestions	54
Summary.....	58
Reference.....	59
Appreciation	64

厦门大学博硕士论文摘要库

导 论

一、研究背景和选题意义

由于内地和香港股票市场的市场分割^①，A+H 股双重上市公司的股票在两地市场间存在较大的价格差异。如何解决 A 股溢价问题，实现 A、H 股价格趋近成为推动交叉上市的关键所在，从投资者角度来看，研究 A 股溢价有助其投资策略的优化，避免凭借 A 股溢价越大推断投资价值越大的错误，重塑价值投资理念，有助于促进理性投资。因此，越来越多的国内外学者对于我国外资股和内资股价格差异问题开展广泛地研究和探讨，前期的研究表明，市场分割是同一资产在不同市场出现价格差异的最大原因，市场分割因素一般分为硬分割和软分割，“硬分割”指的是由股票的投资限制^②或所有权限制以及股票市场间的制度差异等人为造成的市场分割，是法律、政策、制度所带来的，是客观的市场分割。还有一些非制度因素或由制度因素衍生的市场分割，称为“软分割”，包括信息不对称、流动性差异、投资者偏好、风险偏好程度等因素，这是前期文献进行研究的主体，即在市场硬分割存在的前提下，从微观层面进行具体分析，探讨影响 A、H 股价差的因素，研究也已经非常深入。

然而我们可以观察到，在我国，市场分割特别是市场硬分割的程度在逐渐减小。中国股票市场的发展是一个不断完善、不断进步、不断加强与国际接轨的过程，伴随着许多重大放宽投资限制的政策出台，我国资本市场对外开放程度日益加深，境内外市场的联动性不断增强，这便带来一个新的市场背景，即市场硬分割程度将逐渐减小，A、H 两市场投资者逐渐“多元化”。我们可以从以下几大政策中看到我国市场分割程度日益减小的进程：

2002 年 11 月，中国证券监督管理委员会、财政部、国家经济贸易委员会联

^① 市场分割是指在市场间的流通障碍和差异及其导致的同质产品在不同市场的各种差异，分为市场硬分割和市场软分割。

^② 股票市场的投资限制有多种形式：本国政府限制外国投资者进入本国市场，限制本国投资者进入外国股票市场，限制外国投资者持有本国企业股票的比例等。

合发布了《关于向外商转让上市公司国有股和法人股有关问题的通知》，《通知》虽然只有短短 10 条，但对外资并购国内上市公司所涉及的核心问题都作了明确规定，原则上已经消除了外资并购国内上市公司所面临的政策障碍。由于在我国证券市场上，B 股市场早已放开，A 股流通股市场向外资开放需要相当长的时间，因此，在当时的情况下，外资并购国内上市公司的实质就是向外商转让国有股和法人股。

2003 年，QFII 制度在我国正式启动，这标志着，外国资本可以进入中国 A 股市场。QFII（Qualified Foreign Institutional Investors）是合格的境外机构投资者的简称，QFII 机制是指外国专业投资机构到境内投资的资格认定制度。作为一种过渡性制度安排，QFII 制度是在资本项目尚未完全开放的国家和地区，实现有序、稳妥开放证券市场的特殊通道。在该制度下，QFII 将被允许把一定额度的外汇资金汇入并兑换为当地货币，通过严格监督管理的专门账户投资当地证券市场，包括股息及买卖价差等在内各种资本所得经审核后可转换为外汇汇出，实际上就是对外资有限度地开放本国的证券市场。11 月 5 日，《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》正式出台，《办法》中提出了一系列对 QFII 富有吸引力的条款，对促进 QFII 在我国的迅速发展十分有利。首先，《办法》降低了保险公司、基金管理机构的资格门槛，养老基金、慈善基金会、捐赠基金、信托公司、政府投资管理公司也获得了申请资格；其次，《办法》还将资金锁定期缩短，为鼓励长期投资者直接申请 QFII 资格和额度，将养老基金、保险资金、共同基金等长期资金锁定期由一年以上降低为 3 个月，可以适当满足长期资金对于流动性的要求；再次，《办法》还规定了合格投资者应该以自身名义申请开立证券账户，为客户提供资产管理服务的，应当开立名义人账户，这一办法适当解决了原有规定不能满足养老、保险类大机构分账管理资产的要求以及实际投资者隐藏在 QFII 总账户背后不利于有效监管的问题；同时，为方便 QFII 投资，《办法》规定每个合格投资者可分别在上海、深圳证券交易所委托三家境内证券公司进行证券交易，改变了每个 QFII 只能分别在沪深证券交易所委托一家境内证券公司进行证券交易的问题。在这一《办法》的指导下，QFII 在我国迅速成长，截至 2010 年 3 月，共有 93 家 QFII 进入我国资本市场。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库